

证券研究报告—深度报告

交通运输

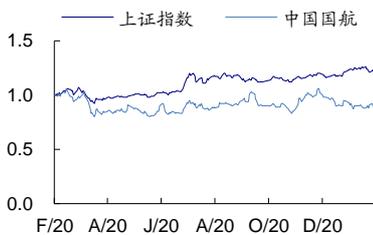
航空机场

中国国航 (601111)
买入

合理估值: 12 元 昨收盘: 7.37 元 (首次评级)

2021年02月08日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	14,525/14,525
总市值/流通(百万元)	107,048/73,421
上证综指/深圳成指	3,496/15,007
12个月最高/最低(元)	8.54/6.31

证券分析师: 姜明

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

周期探底, 凤凰启航

● 民航市场有望迎来中期景气

疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情, 沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020年我国民航遭受重创, 经营压力下各航司供给投放相当谨慎, 且2021年也无力快速扩张机队规模, 供给有望阶段性紧张。民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升, 历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线, 一旦国门全面开放, 民航中期景气可期。

● 高品质航线促成国航较高的利润水平

国航是我国的载旗航空公司, 国内航线以北京、深圳、成都、上海为核心构造四角菱形航线网络, 业务集中于我国经济相对发达的地区, 公商务旅客占比高, 收益品质领先; 国际线中, 亚洲航线运力集中于日韩等市场, 洲际航线上, 欧美发达国家地区航线投放力度较大。公司领先的收益品质促成了较高的盈利能力, 净利润率及扣汇利润总额水平领跑三大航。

● 围绕首都打造堡垒枢纽, 运价市场化放大景气周期业绩弹性

未来公司将依托首都机场打造堡垒枢纽, 进一步提升在北京市场的话语权, 而运价改革的逐步突破有望在后续的景气周期为公司带来更大的运价弹性。当前公司PB估值处于历史底部区域, 而回顾从2016年后三大航两轮显著的涨跌周期, 每当存在强烈的景气预期时, 航空股表现往往相对强势。2021年全球民航需求复苏是大势所趋, 预计春运结束后限制居民流动的隐形障碍大概率逐步解除, 国内市场将逐步复苏, 公司股价很可能持续活跃。

● 投资建议

2021年1月底公司公布2020年业绩快报, 全年归母净利润亏损135-155亿元, 但我们认为疫情冲击终将消退, 民航运行终将回归正轨。假设2021年下半年起国际航线逐步恢复, 2022年起国内运价明显回升, 基于油价55-60美金/桶, 美元兑人民币汇率中枢6.4的假设基础, 预计公司2020-2022年归母净利润分别为-136.2亿、2.7亿、116.0亿, EPS分别-0.94元、0.02元、0.80元。考虑到公司历史盈利正常之时的PE估值中枢为15X左右, 给予“买入”评级及目标价12元, 目标价对应2022年EPS的PE估值为15X。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	136,774	136,181	66,571	106,651	154,352
(+/-%)	12.7%	-0.4%	-51.1%	60.2%	44.7%
净利润(百万元)	7336	6409	-13632	267	11602
(+/-%)	1.3%	-12.6%	-313%	102.0%	4238.6%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.44	-0.94	0.02	0.80
EBIT Margin	7.6%	8.5%	-23.0%	3.9%	11.6%
净资产收益率(ROE)	7.9%	6.9%	-17.1%	0.3%	13.0%
市盈率(PE)	14.6	16.7	-7.7	391.1	9.0
EV/EBITDA	10.1	14.0	-90.5	18.2	10.0
市净率(PB)	1.15	1.14	1.31	1.30	1.17

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

核心观点	5
疫情冲击不改民航发展趋势，疫苗广泛接种催生中期景气	5
2020年新冠疫情影响民航经营，大航股价整体明显跑输	5
供给紧张需求有望复苏，民航将迎来中期景气	7
现金流高度紧张，供给扩张阶段性乏力	7
民航需求增长具备高度韧性，看好疫情消退后的强复苏	9
当前航空处于周期底部，疫情消退促成中期景气	11
载旗航空，航线网络优质，盈利能力较强	11
历史沿革及股权结构	11
立足国门，外延航线，构建四角菱形网络结构	13
机队规模持续扩张，宽体机运力国内第一	13
构建四角菱形网络，打造高质量航线网络	13
国际航线发达，欧美长航线份额较高	15
保持较高收益品质，维持大型航司中优异的盈利能力	16
建设首都堡垒枢纽，周期探底运价改革促成凤凰启航	20
紧握公商务旅客资源，进一步提升首都机场的枢纽地位	20
周期探底，运价改革提升高景气区间价格弹性	21
估值底部，景气周期促使贝塔回归	21
盈利预测及投资建议	22
风险提示	23
附表：财务预测与估值	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 全球新冠肺炎累计确诊数量.....	6
图 2: 2020 年各航司业绩预告情况.....	6
图 3: 冬季以来全国新增确诊数量有所抬头	6
图 4: 民航月度客运量及同比增速.....	6
图 5: 航空运输指数明显跑输大盘.....	7
图 6: 三大航估价表现低迷.....	7
图 7: 民航运输飞机数量.....	8
图 8: 民航年度利润情况.....	8
图 9: 各航司机队数量(架)走势.....	8
图 10: 各航司单位入表飞机对应固定资产原值(百万)	8
图 11: 各航司经营性现金流(亿)	9
图 12: 2020 年民航逐月引进客机飞机数量(架)	9
图 13: 全球各国疫苗接种比率(%)	10
图 14: 以色列新增确诊病例数快速下降.....	10
图 15: 民航 RPK 及同比增速	10
图 16: 美国民航业客运量.....	11
图 17: 我国人均乘机次数.....	11
图 18: 民航有望迎来中期景气.....	11
图 19: 中国国航股权结构.....	12
图 20: 国航客机规模(架)排名国内第三位	13
图 21: 国航宽体机队规模(架)雄踞国内第一.....	13
图 22: 中国国航于国内各机场周离港班次量	14
图 23: 国航于各主要机场的时刻份额.....	14
图 24: 国航国内线航线网络示意图	15
图 25: 国航国内线客公里收益(元)	15
图 26: 国航国际及地区航线 ASK 及同比增速	15
图 27: 三大航国际及地区运力投放占总运力的比重	15
图 28: 国航亚洲航线周班次量	16
图 29: 国航洲际航线周班次量	16
图 30: 中国国航国际航线客公里收益(元)	16
图 31: 中国国航地区航线客公里收益(元)	16
图 32: 国航 ASK 及同比增速	17
图 33: 国航 ASK 及同比增速	17
图 34: 国航旅客运输量及同比增速	17
图 35: 国航客座率及同比变动	17
图 36: 国航客公里收益	17
图 37: 国航营业收入及同比增速	17
图 38: 国航营业成本及同比增速	18
图 39: 2019 年国航营业成本构成	18
图 40: 国航单位 ASK 营业成本.....	18

图 41: 国航单位 ASK 非油成本.....	18
图 42: 公司费用率水平	19
图 43: 公司历年汇兑收益.....	19
图 44: 三大航历年其他收益 (亿元)	19
图 45: 三大航历年归母净利润 (亿)	19
图 46: 三大航历年净利润率.....	20
图 47: 三大航历年扣汇利润总额/营业收入对比.....	20
图 48: 北京一市两场区位图.....	20
图 49: 2017 年票价改革主要内容	21
图 50: 三大航 2016 年起股价表现.....	22
图 51: 三大航历史 PB 估值水平.....	22
图 52: 国航历史 PE 估值水平.....	23
表 1: 各航司 2021 年机队规划	9
表 2: 中国国航历史沿革.....	12

核心观点

对于民航市场而言，2021年静态看或许依然是压力较大的一年，但复苏方向已定，疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情，沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020年我国民航遭受重创，整体亏损，航空公司经营压力巨大的背景下，供给投放相当谨慎，客机数量增速几乎为零，且2021年也无力快速扩张机队规模，即便年内B737MAX复飞，带来的冲击也相对有限。反观需求，疫情影响毕竟是暂时的，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航中期景气可期。

国航是我国的载旗航空公司，国内航线以北京、深圳、成都、上海为核心构造四角菱形航线网络，业务集中于我国经济相对发达的地区，公商务旅客占比高，收益品质领先；国际线中，亚洲航线运力集中于日韩等市场，洲际航线方面，欧美发达国家地区航线投放力度较大。公司领先的收益品质促成了较高的盈利能力，净利润率及扣汇利润总额水平领跑三大航，2019年归母净利润64.1亿，净利润率5.33%，明显高于东航及南航，扣汇利润总额/营业收入指标为7.58%，同样处于领先地位。

未来公司将依托首都机场打造堡垒枢纽，进一步提升在北京市场的话语权，而运价改革的逐步突破有望在后续的景气周期为公司带来更大的运价弹性。当前公司股价对应的PB估值处于历史底部区域，而回顾从2016年后三大航两轮显著的涨跌周期，每当存在强烈的景气预期时，航空股表现往往相对强势。2021年新冠肺炎疫苗有望逐步广泛接种，全球民航需求复苏是大势所趋，预计春运结束后限制居民流动的隐形障碍大概率逐步解除，国内市场将逐步复苏，届时大型航司的贝塔属性有望回归，公司股价很可能持续活跃。

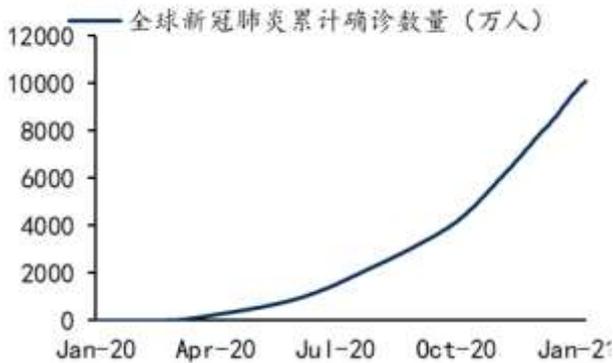
2021年1月底公司公布2020年业绩快报，全年归母净利润亏损135-155亿元，但我们认为疫情冲击终将消退，民航运行终将回归正轨。假设2021年下半年起国际航线逐步恢复，2022年起国内运价明显回升，基于油价55-60美金/桶，美元兑人民币汇率中枢6.4的假设基础，预计公司2020-2022年归母净利润分别为-136.2亿、2.7亿、116.0亿，EPS分别-0.94元、0.02元、0.80元。考虑到公司历史盈利正常之时的PE估值中枢为15X左右，给予“买入”评级及目标价12元，目标价对应2022年EPS的PE估值为15X。

疫情冲击不改民航发展趋势，疫苗广泛接种催生中期景气

2020年新冠疫情重击民航经营，大航股价整体明显跑输

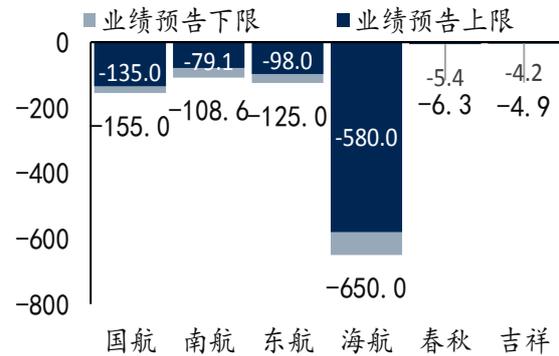
2020年新冠肺炎席卷全球，至2021年1月底，全球累计确诊人数突破一亿人。疫情扰动下出行板块大幅受损，民航业首当其冲，全球范围内航空公司受到显著冲击，业绩整体亏损，股价表现低迷。2020年我国民航业同样损失惨重，业绩预告显示，六大上市干线航司合计亏损约一千亿。

图 1: 全球新冠肺炎累计确诊数量



资料来源: 卫健委、国信证券经济研究所整理

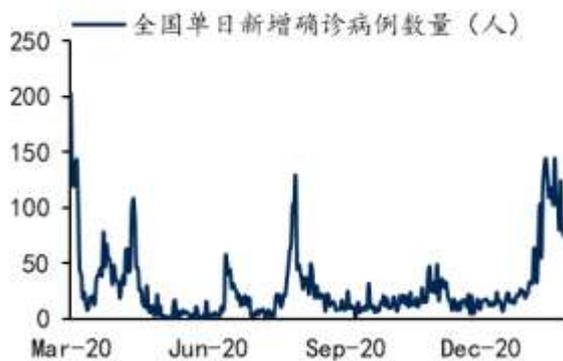
图 2: 2020 年各航司业绩预告情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

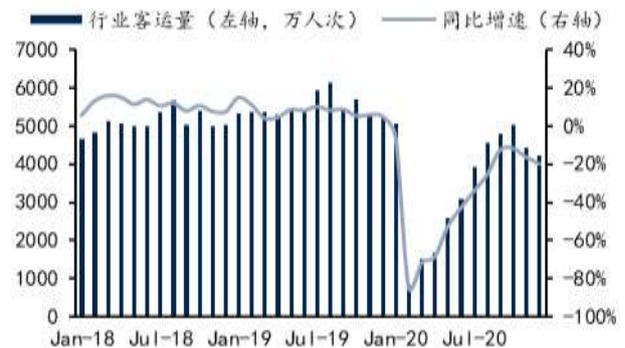
步入冬季后, 境外输入压力加大, 全国各地散发疫情, 2020 年 11-12 月民航客流再度承压, 11 月民航客流同比降幅 16.3%, 降幅环比 10 月扩大 4.6pct, 12 月降幅进一步扩大至 19.8%。春运临近, 但在疫苗并未全面接种的当下防疫压力依旧较大, 全国范围内倡导就地过年, 民航春运再度蒙上阴霾。

图 3: 冬季以来全国新增确诊数量有所抬头



资料来源: 卫健委、国信证券经济研究所整理

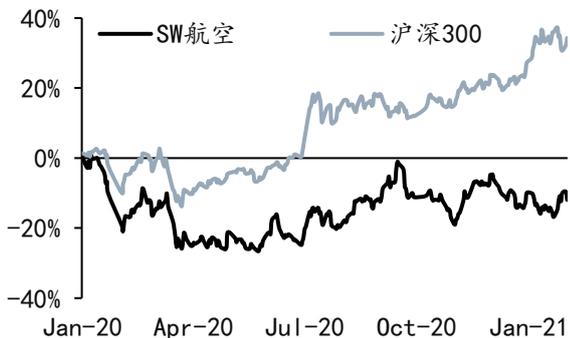
图 4: 民航月度客运量及同比增速



资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

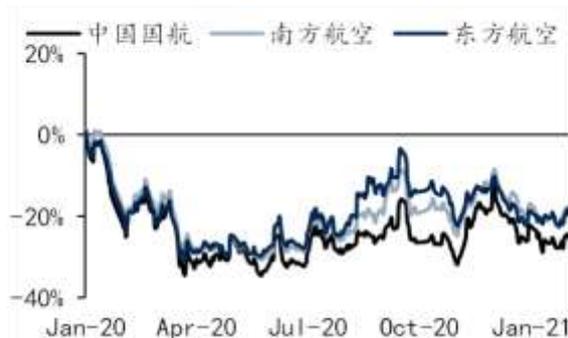
受疫情拖累, 2020 年初至 2021 年 1 月 27 日申万航空指数累计下跌 10.9%, 沪深 300 指数则累计上涨 34.9%, 航空指数显著跑输大盘, 为人称道的贝塔属性被显著压制, 但值得一提的是, 即便与其他干线航司一样面临着国际航线回流带来的运力消化压力, 春秋航空亏损幅度显著小于其他航司, 单三季度实现盈利, 从业绩快报中反推四季度再度实现经营盈利, 股价同期上涨 35.6%, 突显阿尔法属性。

图 5: 航空运输指数明显跑输大盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 三大航估价表现低迷



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

新冠疫情对民航的影响仍在持续,但当前是民航景气度的底部区间,综合对供给及分析的研判,我们认为民航有望在疫情逐步消退后迎来中期景气,而低成本航空龙头有望持续提高份额,实现快速发展,延续自身独特的阿尔法属性。

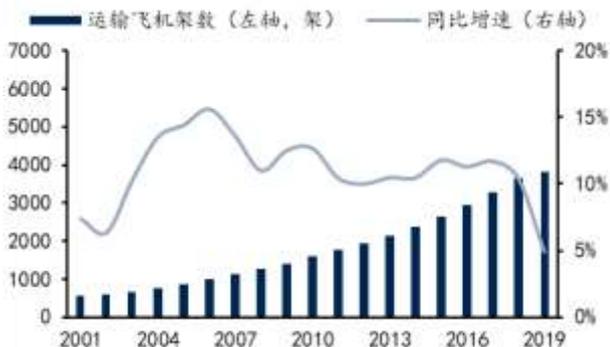
供给紧张需求有望复苏,民航将迎来中期景气

对于民航市场而言,2021年静态看依然是压力较大的一年,但复苏方向已定,疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情,沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020年我国民航遭受重创,整体亏损,航空公司经营压力巨大的背景下,供给投放相当谨慎,客机数量增速几乎为零,且2021年也无快速扩张机队规模,即便年内B737MAX复飞,带来的冲击也相对有限。反观需求,疫情影响毕竟是暂时的,民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升,历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线,一旦国门全面开放,宽体机运力全面被消化,民航中期景气可期。

现金流高度紧张,供给扩张阶段性乏力

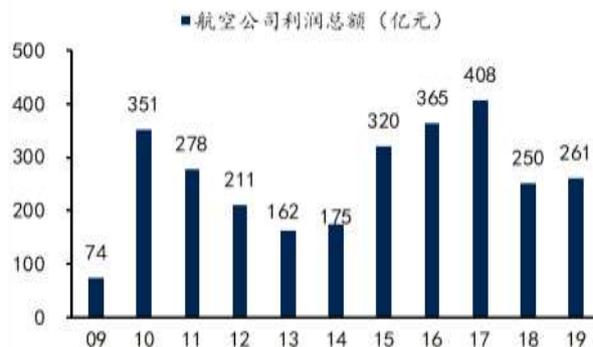
2008年金融危机过后,我国航空公司迎来大面积重组,集中度得到全面提升,2009年-2019年民航业迎来了连续十一年盈利的黄金发展期,各航空公司通过内生增长,外部融资等手段扩张机队规模,全民航运输飞机数量从2010年的1597架增长至2019年的3818架,年化增速10.2%。

图 7: 民航运输飞机数量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 民航年度利润情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

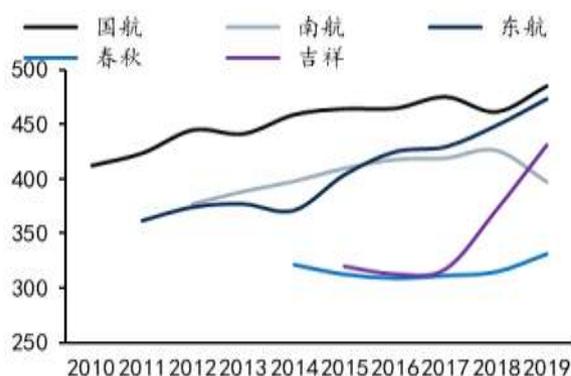
航空公司引进飞机需要消耗大量资金，其或使用自身经营产生的资金，或使用融资募集的资金。考虑到 2019 年三大航经营租赁并表，融资租赁飞机资产从固定资产中被重新划分至使用权资产，因此我们以 2010-2018 年相关数据进行分析。2010 年-2018 年国航飞机总量由 393 架提高至 684 架，其中自购+融资租赁飞机数量从 268 架提高至 480 架，单架入表飞机对应固定资产的原值长期维持在 4.5 亿元附近，东航及南航相关数据与国航类似，春秋及 2018 年以前的吉祥机队规模相对单一，均为窄体机，单机固定资产金额约为 3.1 元。由此可见，航空公司引进飞机消耗的资金体量庞大。

图 9: 各航司机队数量 (架) 走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

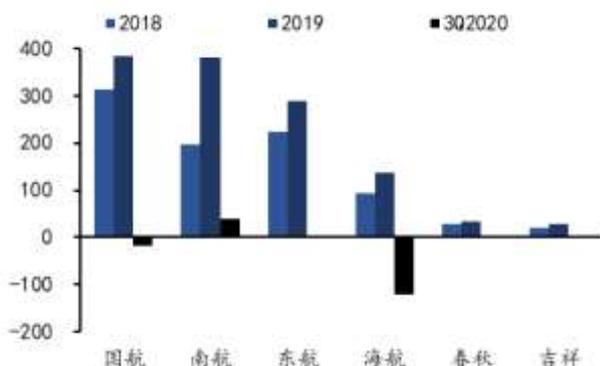
图 10: 各航司单位入表飞机对应固定资产原值 (百万)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

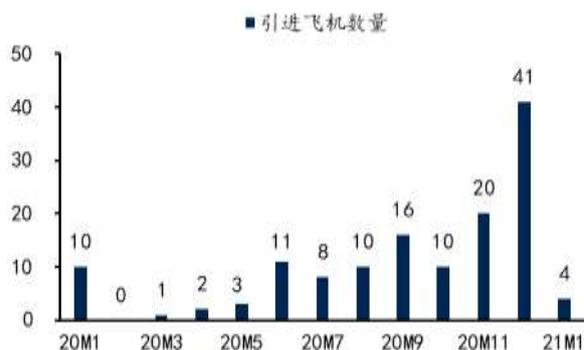
引进飞机对应的庞大资金消耗依靠的是航空公司内生造血及外部融资。2020 年疫情下民航损失惨重，各航司均录得显著亏损，各航司经营性现金流整体压力较大。经营压力下航空公司显著收紧运力投放，民航运力引进几乎停滞，全年引进飞机数量仅 132 架，2021 年 1 月引进飞机数量也仅为 4 架。考虑到 2020 年全年上市航司退出 63 架客机，相比于 2019 年底，当前的运力的绝对增量十分有限。

图 11: 各航司经营性现金流 (亿)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2020 年民航逐月引进客机飞机数量 (架)



资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年 1 月数据截至 2021 年 1 月 27 日

目前全球疫情仍未平息, 国门仍未开放, 国内需求则因疫情散发重回低谷, 一季度民航大概率再度全面亏损。即便后续二三季度市场逐步复苏, 但年内国门全面开放仍存在高度不确定性, 海外运力回流及 B737MAX 潜在的复飞可能性带来的供给压力犹存, 因此我们认为静态看 2021 年民航经营压力依然较大。

阶段性的行业低谷有望冷却经营压力较大的航空公司的扩张冲动, 如南航在 2021 年度工作会议已经明确表示从重速度向重质量转变, 长期提升盈利能力, 国航、东航也在年度工作会议上强调高质量发展的愿景, 海航系公司更是因破产重整而扩张全面停滞。同样, 短期各航司运力引进计划也显著压低, 三大航 2021 年飞机扩张速度平均不足 5%, 春秋吉祥也仅为 10% 左右, 整体增速仅为 5.1%, 叠加海航系熄火, 2021 年民航机队扩张仍将维持较低速度, 即便 B737MAX 复飞, 也难以回到 2015-2019 年 9.6% 的年化机队增速水平。

表 1: 各航司 2021 年机队规划

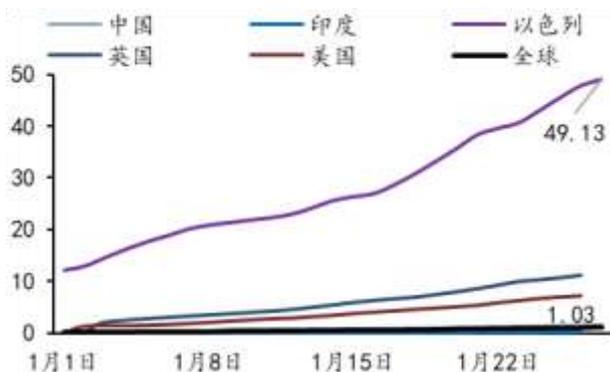
	2020 年末机队	2021 引进	2021 退出	净增	增速
国航	708	57	2	55	7.8%
南航	867	30	8	22	2.5%
东航	725	39	9	30	4.1%
春秋	102	10	0	10	9.8%
吉祥	92	14	3	11	12.0%
合计	2494 (占比约 65%)	150	22	128	5.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

民航需求增长具备高度韧性, 看好疫情消退后的强复苏

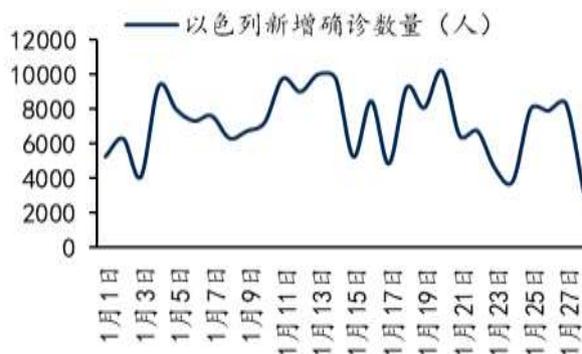
新冠疫苗研制成功后已经在全球范围内展开接种。截至 2021 年 1 月 28 日, 部分中小国家疫苗接种率已经达到相当高的水平, 如以色列疫苗接种比率已经达到 49.13%, 伴随着疫苗接种, 新增确诊病例数逐步下降。虽然当前全球疫苗接种率仍仅略超 1%, 我国也仅为 1.58%, 但我们认为疫苗量产全面接种只是时间问题。2020 年二三季度国内疫情管控良好, 需求迅速复苏, 9 月民航国内线客流量已经恢复至和 2019 年同期接近持平的水平, 即便冬季疫情再度反弹客流下降, 但伴随着全球范围内接种率逐步提高, 我们认为人类终将基本控制乃至彻底战胜疫情。

图 13: 全球各国疫苗接种比率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 以色列新增确诊病例数快速下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

回顾我国历史上民航客运量遭受事件性冲击的两个年份,2003年及2008年外部冲击消退后的民航需求恢复情况。2003年非典疫情历时半年便基本消退,当年民航 RPK 同比下降 0.4%,但 2004 年同比提高 41.1%,2004 年相比 2002 年增长 40.5%,两年年化增速 18.5%,甚至略高于 2001-2005 年的五年年均 16.1% 的需求增速。

2008 年全球金融危机肆虐,我国民航也受到大幅冲击,全年 RPK 仅增长 3.3%,而随着经济逐步恢复,至 2010 年 RPK 相比 2008 年增长 40.1%,2007-2010 年三年年化增速 13.1%,仅略低于 2006-2010 年 14.6% 的年化增速,高于 2011-2015 年 12.5% 的年化增速。由此可见,当外部变量冲击逐步消退后,民航需求终将恢复至自然增长曲线。

图 15: 民航 RPK 及同比增速

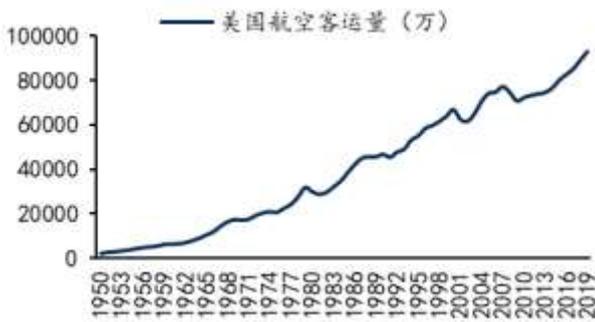


资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

美国民航业的经验也表明,需求受到外部环境冲击后,能够较快的恢复至外部冲击前的水平。2001 年美国 911 事件后,民航需求明显下降,但拉长时间轴,其也不过是需求漫漫上行之路上的一段插曲。民航需求增长本质上还是依托国家宏观经济增长下居民收入的不断提升,我国目前人均乘机次数相比于发达国家仍有较大差距,疫情冲击的扰动不会磨灭民航需求的增长趋势,预计后续需

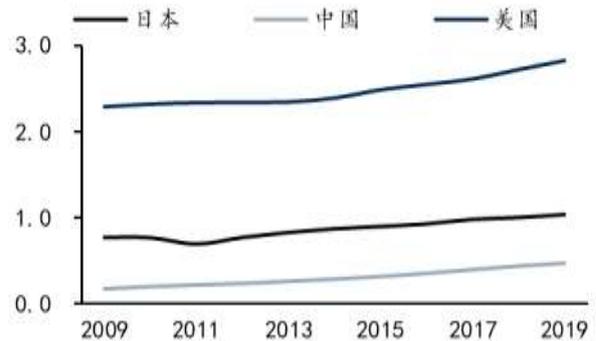
求将持续向好。

图 16: 美国民航业客运量



资料来源: BTS、国信证券经济研究所整理

图 17: 我国人均乘机次数

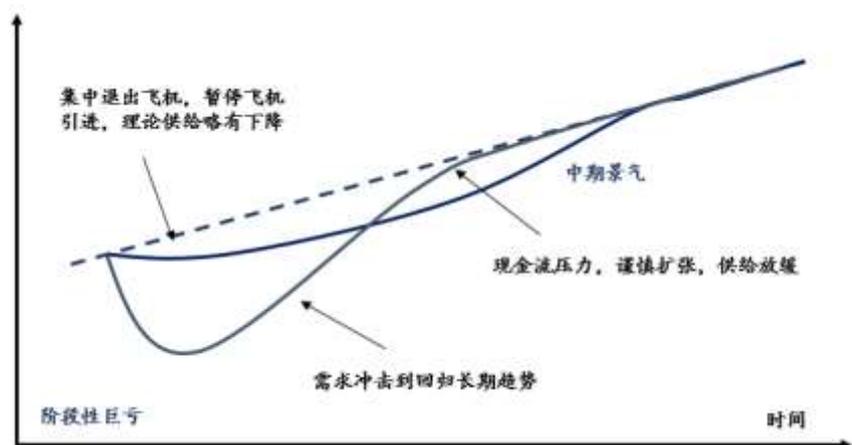


资料来源: BTS、日本国土交通省、国信证券经济研究所整理

当前航空处于周期底部，疫情消退促成中期景气

事实上，在 2008 年金融危机后民航全面重组后迎来全新周期，成就民航黄金十年，但我们必须看到自从 2011 年运价触及高点后，由于竞争激烈，市场下沉，高铁分流等因素影响，运价整体呈单边下跌趋势。2013 年民航便已出现扣汇盈利不佳的局面，但后续因油价下跌，盈利能力在 2015-2016 年迎来小阳春，此后民航时刻收紧、票价改革，亦只是放缓了运价下行的趋势。本轮疫情提前促成周期探底，而综合供需分析，我们认为随着疫情的逐步消退，需求终将企稳复苏，而由于机队引进的显著降速，供给阶段性不足，一旦国门全面开放，宽体机运力得以消化，民航中期景气可期。

图 18: 民航有望迎来中期景气



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

载旗航空，航线网络优质，盈利能力较强

历史沿革及股权结构

1955 年中国国航的前身民航北京管理局飞行总队成立，并于 1988 年分设成立中

国国际航空公司。2002年中国国际航空公司联合中国航空总公司、中国西南航空公司等企业成立中国航空集团公司。2004年中国国际航空股份有限公司由中国航空集团公司及其全资子公司中航有限共同发起设立，当年12月完成首次境外股票发行，登陆港交所及伦交所，并于2006年8月18日实现A股上市，成为我国第一家在上交所、港交所，伦交所三地上市的航空公司。

2007年国航加入国际三大航空联盟之一的星空联盟，为进一步推进国际化战略、提升国际影响力奠定了基础。2010年，国航向深航增资6.8亿元成为其第一大股东，强化华南地区市场竞争，此后，公司分别于2011年及2012年成立大连航空及内蒙古航空，将战略版图扩张至东北和内蒙地区。2019年公司剥离国货航，专注客运发展。目前公司已形成四角菱形一级节点战略布局，航线网络覆盖全球。

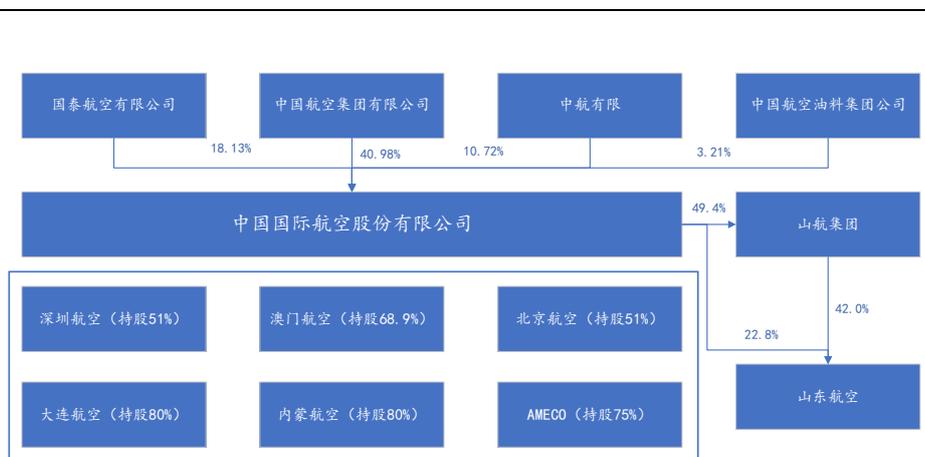
股权结构方面，目前中航集团及其控股的中航有限合计持有公司51.7%的股权，此外国泰航空对公司的持股占比达到18.13%，参股及控股公司方面，公司持有控股深航、澳门航空、北京航空、大连航空、内蒙航空，参股山航。

表 2：中国国航历史沿革

时间	事件
1955年	国航前身，民航北京管理局飞行总队成立
1988年	民航北京管理局分设成立中国国际航空公司
2002年	中国国际航空公司联合中国航空总公司、中国西南航空公司等企业成立中国航空集团公司
2004年	中国国际航空股份有限公司成立，当年12月完成首次境外股票发行
2004年	重组山航集团
2006年	8月18日在A股上市
2006年	与国泰航空交叉持股，当前持股比例达到29.99%
2007年	加入国际三大航空联盟之一的星空联盟
2010年	增资6.8亿，成为深圳航空第一大股东，持股占比达到51%
2011年	控股成立大连航空
2012年	控股成立内蒙古航空
2019年	剥离国货航，专注客运

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 19：中国国航股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

立足国门，外延航线，构建四角菱形网络结构

航空公司的收入端核心构成为航空客运收入，2019 年国航客运收入占比为 91.4%，其余为航空货运收入，占比 4.2%，其他航空性收入及其他主营业务收入占比合计仅 4.4%，因此分析航空股的基本面走势及估算业绩，重点集中在航空客运。

机队规模持续扩张，宽体机运力国内第一

伴随着民航市场的不断扩大，公司不断扩张自身机队规模，2014-2019 年公司机队规模从 540 架提高至 2019 年的 699 架，年化增速为 5.3%，增速稳健。2020 年由于疫情影响，公司显著放缓扩张速度，年末机队规模为 708 架，同比增长 1.3%，其中自购飞机 293 架，融资租赁飞机 212 架，经营租赁飞机 203 架。截至 2020 年末，公司机队规模位列民航公司第三位，但宽体机规模达到 129 架，高于南航及东航，位列第一。

图 20: 国航客机规模(架)排名国内第三位



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21: 国航宽体机队规模(架)雄踞国内第一



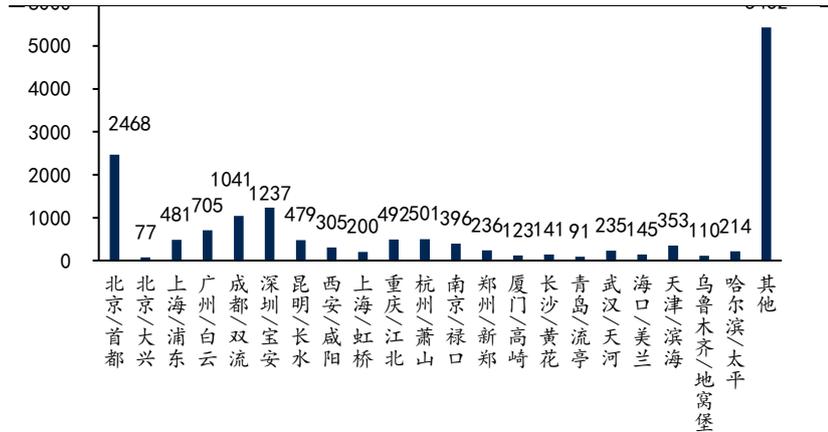
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

构建四角菱形网络，打造高质量航线网络

公司采用枢纽网络经营战略，以北京为核心基地，着力增强上海、深圳、成都的门户枢纽地位，打造四角菱形航线网络。截至 2019 年底，公司及其控股公司经营经营客运航线达 770 条，其中国际航线 137 条，地区航线 27 条，国内航线 606 条。公司通航国家及地区 43 个，通航城市 187 个，其中国际 65 个，地区 3 个，国内 119 个。此外，公司还积极开展国际化合作，36 家合作伙伴为公司提供每周 14393 班次代码共享航班；通过与星空联盟成员的合作，将服务进一步拓展到 195 个国家（地区）的 1317 个目的地。

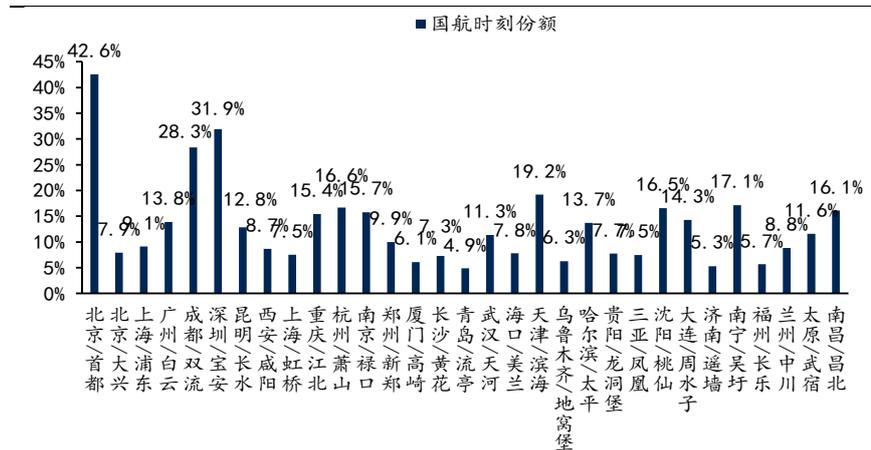
考虑到 2020 年夏秋航季起民航运行受疫情影响显著，航班计划尤其是国际航班排班被全面打乱，因此本部分我们采用 2019 年冬春航季时刻表进行分析。2019 年冬春航季公司于北京、上海、深圳、成都的周班次量分别为 2545 个、681 个、1237 个、1041 个，分别占公司总航班量的 15.1%、4.0%、7.3%、6.2%，除此之外，公司在郑州、厦门等众多机场具备较高的市场份额，具备充分的市场话语权。

图 22: 中国国航于国内各机场周离港班次量



资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

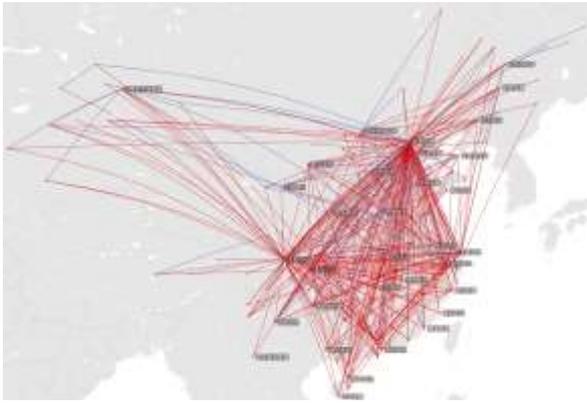
图 23: 国航于各主要机场的时刻份额



资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

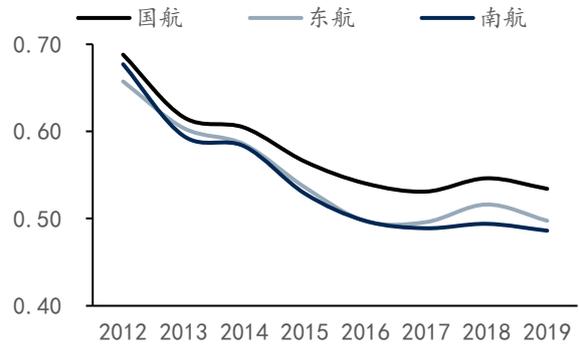
公司的四角菱形航线网络覆盖了我国人口密度最高, 经济最发达的区域, 且国内线运力更主要集中在高线市场, 这也决定了其收益品质高于南航及东航, 2019 年公司国内线客公里收益为 0.5912 元, 高于南航的 0.5220 元及东航的 0.5090 元。

图 24: 国航国内线航线网络示意图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 国航国内线客公里收益 (元)

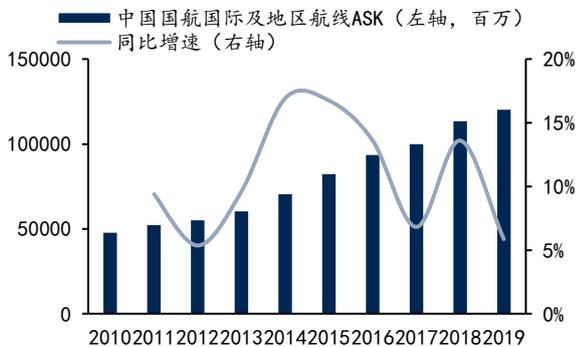


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

国际航线发达, 欧美长航线份额较高

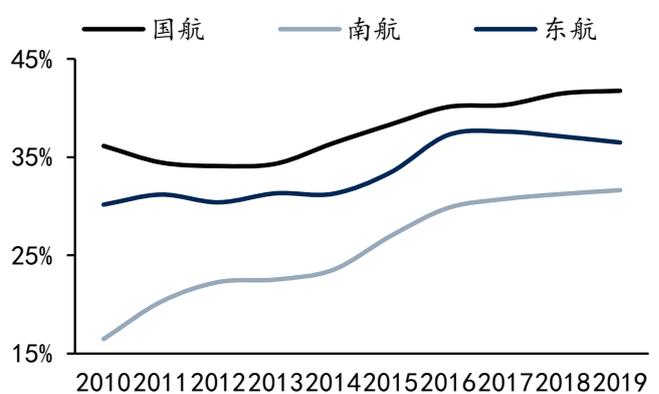
公司国际航线网络发达, 国际线运力投放增速持续维持在 10%左右, 国际线运力占总运力的比重较高, 2019 年为 41.7%, 明显高于南航的 31.6%和东航的 36.5%。国际航线中, 公司亚洲内航线(含地区线)班次主要集中于日本、泰国、香港、韩国和台湾, 周班次分别为 572 班、312 班、202 班、186 班、150 班; 洲际航线上欧美航线较为发达, 航班集中于美国、欧洲发达国家及澳大利亚, 其中美国、德国、澳大利亚、英国、意大利航线排班最密, 周班次分别为 119 班、82 班、71 班、57 班、49 班。

图 26: 国航国际及地区航线 ASK 及同比增速



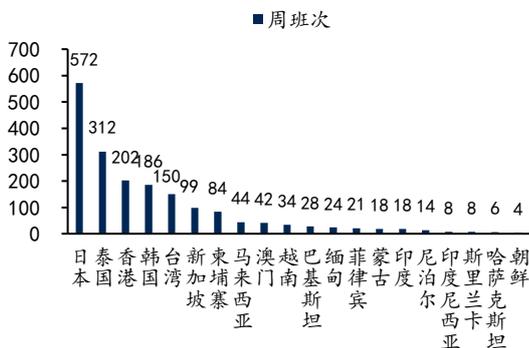
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27: 三大航国际及地区运力投放占总运力的比重



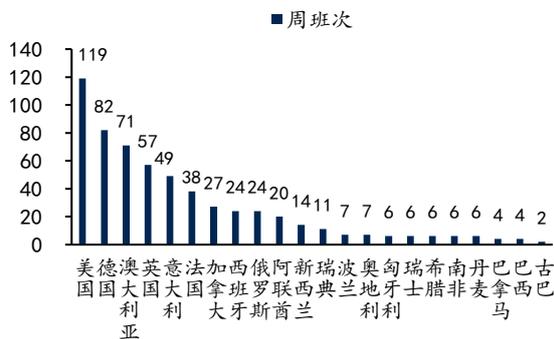
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 28: 国航亚洲航线周班次量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

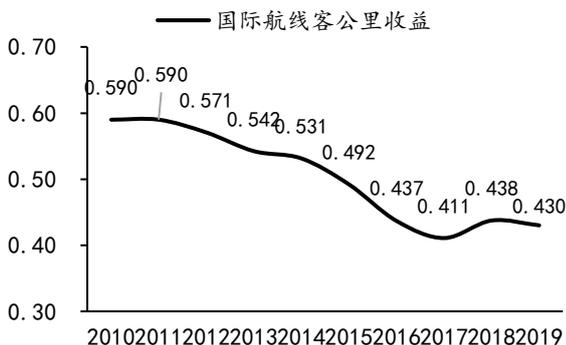
图 29: 国航洲际航线周班次量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

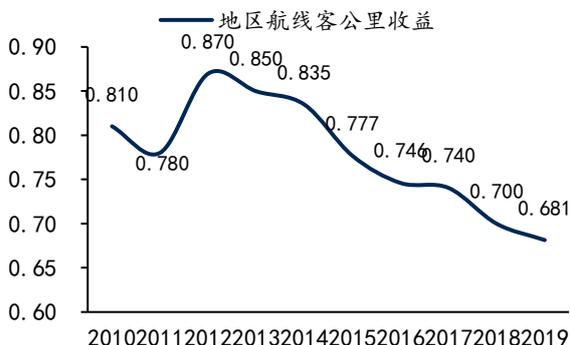
运价方面, 由于部分国际航线逐步实现天空开放, 众多航司逐步加码运力投放, 加剧国际航线竞争, 公司国际航线运价水平逐步下滑, 2019 年公司国际线客公里收益为 0.4303 元, 同比下降 1.7%, 地区航线客公里收益 0.6813 元, 同比下降 2.6%。

图 30: 中国国航国际航线客公里收益 (元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 中国国航地区航线客公里收益 (元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

保持较高收益品质, 维持大型航司中优异的盈利能力

公司长期保持着稳健扩张的经营策略, 运力投放及业务量均保持着相对平稳的增速。2019 年公司 ASK2878 亿, 同比增长 5.2%, RPK2332 亿, 同比增长 5.7%, 旅客运输量 1.15 亿人次, 同比增长 4.8%, 客座率 81.02%, 同比提高 0.42pct。2020 年受新冠疫情影响, 公司业务承压, 尤其是在国内疫情整体被管控后, 北京地区数次散发疫情导致全年业务量下滑明显, 全年 ASK1561 亿, 同比下降 45.8%, RPK1098 亿, 同比下降 52.9%, 旅客运输量 6869 万人次, 同比下降 40.3%, 客座率 67.6%, 同比下降 10.6%。

图 32: 国航 ASK 及同比增速



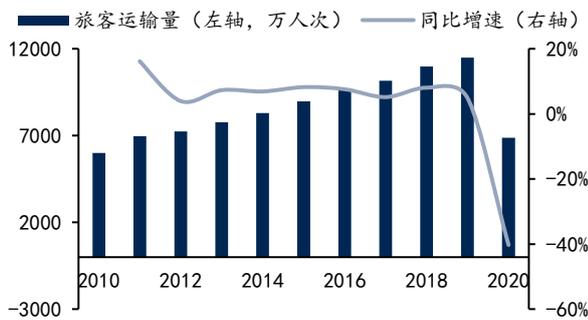
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 33: 国航 RPK 及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 34: 国航旅客运输量及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

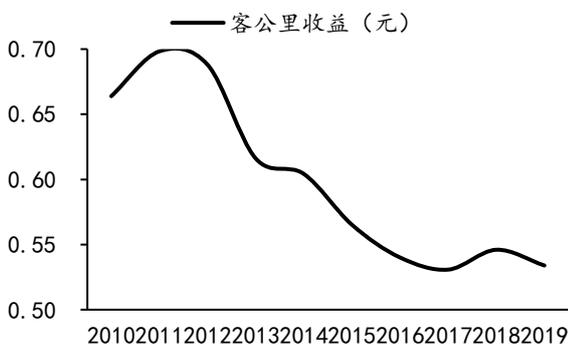
图 35: 国航客座率及同比变动



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

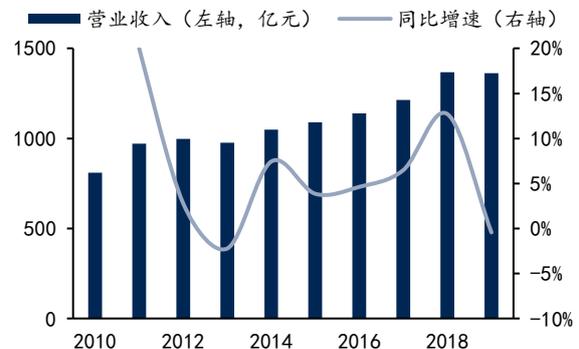
行业市场下沉、高铁分流等竞争压力下，公司近年整体运价亦有所下降，2019 年公司客公里收益为 0.534 元，同比下降 2.2%。综合运量上升及运价下跌，2019 年公司客运收入 1245 亿元，同比增长 3.4%，但由于国货航剥离，货邮收入明显走低，当期营业总收入 1368 亿元，同比下降 0.4%。

图 36: 国航客公里收益



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

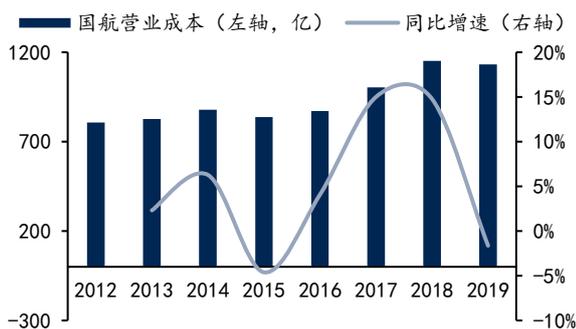
图 37: 国航营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

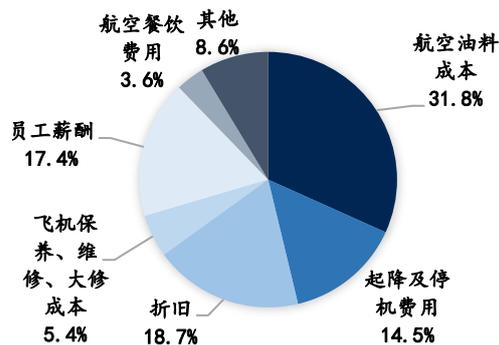
成本方面，各航司的成本结构基本接近，航油成本为最大成本项，其次为折旧成本及员工薪酬成本、起降费成本，2019年公司营业成本1132.5亿，其中航油成本、折旧、员工薪酬、起降费分别为359.7亿、212.0亿、197.4亿、164.4亿，占营业成本的31.8%、18.7%、17.4%和14.5%。伴随着行业运价的整体走低，公司努力压缩成本，公司2019年单位ASK营业成本0.3935元，同比下降6.5%，其中单位ASK非航油成本0.2685元，同比下降4.1%。

图 38: 国航营业成本及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 39: 2019 年国航营业成本构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 40: 国航单位 ASK 营业成本



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 41: 国航单位 ASK 非油成本



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

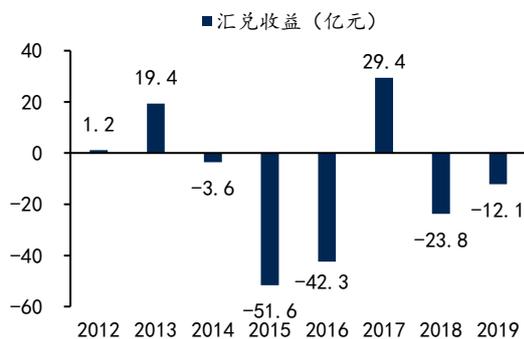
费用端：公司积极开展提直降代，销售费用率整体呈下降态势，2019年公司销售费用66.4亿，销售费用率4.87%，同比上升0.23pct，但相比于2014年大幅下降2.21pct；公司管理及研发费用水平基本稳定，2019年管理费用及研发费用合计49.4亿元，费用率为3.63%，同比微升0.13pct；公司资产负债率为三大航中最低，财务费用率同样相对较低，2019年受经营租赁并表及汇兑损失影响财务费用达到61.7亿元，财务费用率4.53%，同比上升0.67pct，扣汇财务费用49.6亿，扣汇财务费用率3.64%，同比上升1.52pct。

图 42: 公司费用率水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

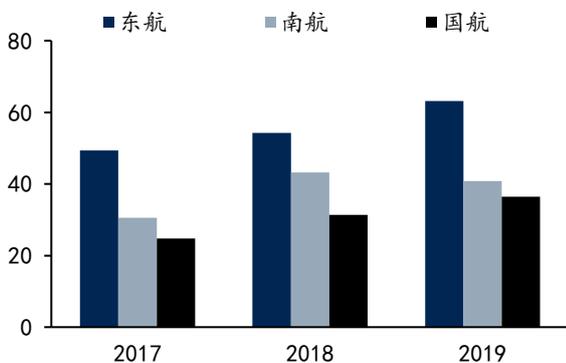
图 43: 公司历年汇兑收益



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

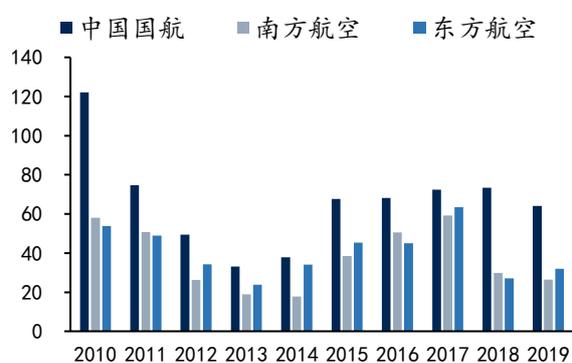
补贴方面, 由于市场逐步下沉, 历史上补贴收入较低的国航近年来补贴获取金额逐步提高, 2019 年公司其他收益 36.4 亿, 相比 2018 年提高 5.1 亿, 但补贴绝对金额在三大航中仍为最低值。鉴于公司收益品质较高, 历史盈利能力较高, 净利润率及扣汇利润总额水平领跑三大航, 2019 年归母净利润 64.1 亿, 同比下降 12.6%, 净利润率 5.33%, 明显高于东航及南航, 扣汇利润总额/营业收入指标为 7.58%, 同样处于领先地位。2020 年因新冠疫情影响民航景气度, 尤其是北京地区在 6 月、12 月两次出现散发疫情, 以北京为核心基地的国航显著受到影响, 业绩预告显示其全年盈利弱于东航及南航。

图 44: 三大航历年其他收益 (亿元)



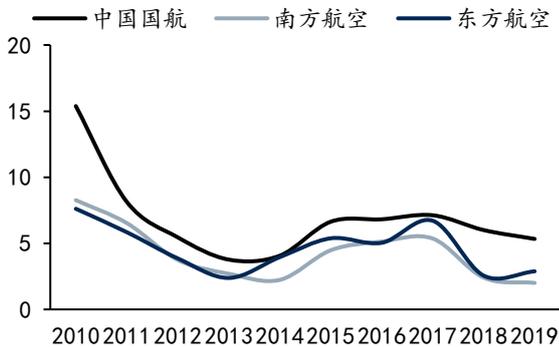
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 45: 三大航历年归母净利润 (亿)



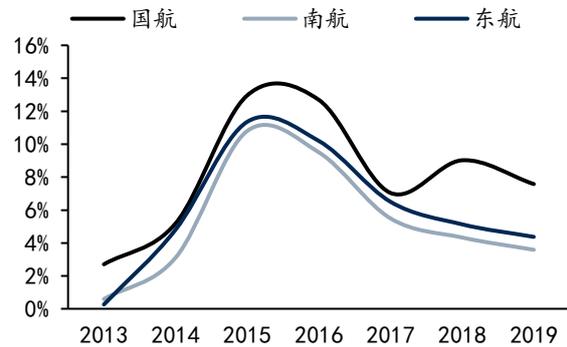
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 46: 三大航历年净利润率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 47: 三大航历年扣汇利润总额/营业收入对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

建设首都堡垒枢纽，周期探底运价改革促成凤凰启航

紧握公商务旅客资源，进一步提升首都机场的枢纽地位

国航作为我国的载旗航空公司，且业务集中于政治中心北京，其对公商务旅客的吸引力较强。2019年北京大兴机场投入运营，北京开启一市两场运营。北京新机场位于天安门正南方向约46公里，综合考虑北京市区域发展现状及交通路网规划，我们认为首都机场在客源吸引力方面更具优势。

第一，北京市近六成人口分布在城六区，五环以内人口密集度较高，其中西北及东部地区人口密集度最高，而首都机场位于北京市东北部，距天安门直线距离为25.35公里，相对新机场具备明显优势，吸纳本地客源的能力较强。第二，国家政府机关及国贸、金融街两大商圈集中分布于长安街沿线，高校密集区、使馆密集区以及国家体育场馆则主要分布于北部地区，老机场拥有更优质的公商务及国际客源基础。第三，通向老机场的交通路网已相对发达，且由于新机场分流，短期首都机场客流量有所下滑，机场高速拥堵问题阶段性缓解，长期看机场二高等基建项目投产，将进一步提升首都机场通达性及高端旅客吸引力。

图 48: 北京一市两场区位图



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

根据规划，东航系除京沪线外、南航系公司的全部航班将逐步搬迁至大兴机场运营，考虑到海航的阶段性发展停滞，国航系航司及星空联盟成员在首都机场的市场份额将显著提高，国航有望将首都机场打造成堡垒枢纽，且从实际运营情况看，同航线航班于首都机场始发的机票价格相比大兴机场始发具备显著的价格优势。未来国航将继续立足首都国际机场这一国门，发展优势公商务航线，保持较高的运营品质。

周期探底，运价改革提升高景气区间价格弹性

前面提到，综合供需判断我们认为当前航空行业处于周期谷底，未来随着需求复苏有望迎来中期景气。本轮景气区间具备一个较大不同，即民航已逐步放开运价管制。2017年底民航局发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格有关问题的通知》，有5家以上（含5家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，新增放开306条市场化航线，每个航季各航司可调整的航线数量为本企业上航季运营实行市场调节航线总数的15%，每条航线每航季无折扣票价上浮累计不超10%，此后，2020年底进一步放宽运价市场化条件，提高市场化航线数量，未来完全放开市场化是大势所趋。目前大部分公商务航线已经具备理论提价空间，一旦景气周期重现，运价弹性相比过去将有明显提升。国航2019年国内航线客运收入815.6亿，如运价水平提高1%，则税前利润提高8.16亿，对应当期税前利润的弹性为8.96%。

图 49：2017 年票价改革主要内容

放开航线范围扩大	放开航线数量增加
<ul style="list-style-type: none"> 原：主要为相邻省份间航线，800公里以下航线，与高铁直接竞争的航线。 现：有五个以上（含五个）承运人共同运营的航线，包括公商务干线。 	<ul style="list-style-type: none"> 原：724条 现：新增306条至1030条，核心公商务线均包含在内。
航空公司可选航线数量增多	单航季放开幅度不变
<ul style="list-style-type: none"> 原：每个航空公司每个航季在市场航线目录中最多可选择10条航线上调无折扣票价。 现：每个航空公司每个航季可上调经济舱无折扣票价的航线数量不超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15%（不足10条最多可调整10条）。 	<ul style="list-style-type: none"> 每条航线每个航季无折扣公布运价上调幅度累计不超过10%。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

估值底部，景气周期促使贝塔回归

2020年疫情影响下，公司股价表现低迷，但当前公司PB估值水平仍处于历史底部区域，我们认为其进一步向下的空间不大。回顾2016年初至今的航空股尤其是三大航的走势，其已经经历了两轮大幅上涨下跌的周期。第一轮周期为2016年2月29日至2018年2月5日，国航、南航、东航区间涨幅分别达到135.8%、123.5%、56.8%，其中上涨斜率最大的时段位于2017年底至2018年初，此部分时期为民航控总量调结构及运价改革预期及落地阶段，而此后航空股运价预期并未兑现，叠加2018年油、汇、市场环境三杀，股价基本回归起点。

2019年初B737MAX停飞带来供给削减运价提升的预期，三大航股价自2018年底市场见底后迅速回升，上涨斜率最大的阶段依然为2019年3月11日B737MAX被民航局停飞后的近一个月时间，3月11日至4月4日三大航平均涨幅约为30%，相比于沪深300指数超额收益接近20%。此后，即便民航供给投放逐步降速，但运价提升迟迟未能兑现，2020年初新冠肺炎冲击民航基本面，股价再度回归原点。

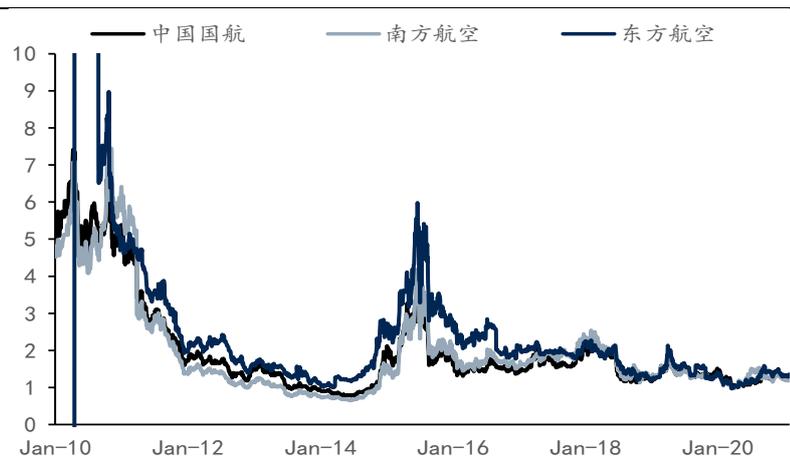
图 50: 三大航 2016 年起股价表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从2016年后三大航两轮显著的涨跌周期中我们可以看到，每当存在强烈的景气预期时，航空股表现往往相对强势。2021年新冠肺炎疫苗有望逐步广泛接种，全球民航需求复苏是大势所趋，预计春运结束后限制居民流动的隐形障碍大概率逐步解除，国内市场将逐步复苏，届时大型航司的贝塔属性有望回归，公司股价很可能将持续活跃。

图 51: 三大航历史 PB 估值水平

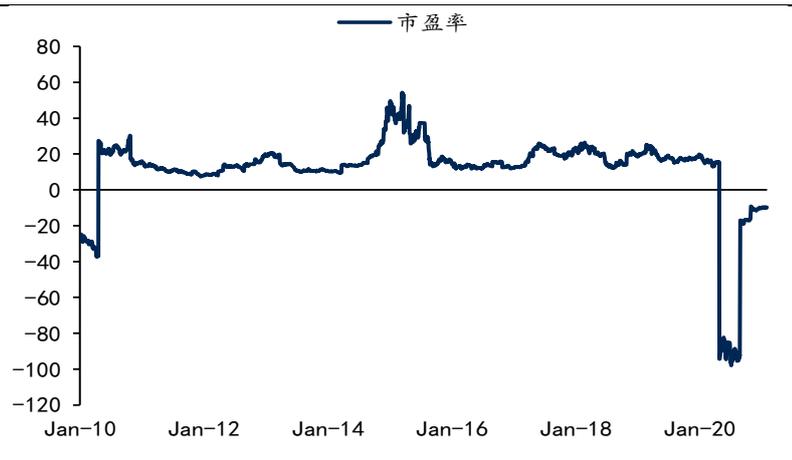


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议

2021年1月底公司公布2020年业绩快报，全年归母净利润亏损135-155亿元，但我们认为疫情冲击终将消退，民航运行终将回归正轨。假设2021年下半年起国际航线逐步恢复，2022年起国内运价明显回升，基于油价55-60美金/桶，美元兑人民币汇率中枢6.4的假设基础，预计公司2020-2022年归母净利润分别为-136.2亿、2.7亿、116.0亿，EPS分别-0.94元、0.02元、0.80元。考虑到公司历史盈利正常之时的PE估值中枢为15X左右，给予“买入”评级及目标价12元，目标价对应2022年EPS的PE估值为15X。

图 52: 国航历史 PE 估值水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济下滑超预期：民航需求与宏观经济景气度高度挂钩，如宏观经济下滑速度超预期，这民航需求将受到显著影响，影响公司业绩表现。

疫情持续时间超预期：疫情持续时间决定了国际航线的恢复进度，如疫情持续超预期，这国际线恢复速度将明显慢于预期，不利于航空公司消化业绩，影响业绩表现。

油价大幅上涨：航空公司航油成本支出较大，如果油价因种种因素出现上涨，将对航空公司成本端带来压力，拖累业绩。

汇率贬值：2019年实际会对敏感性为7.36亿，即人民币兑美元每贬值1%，公司录得汇兑损失7.36亿元，因此美元兑人民币汇率波动同样会导致业绩波动。

安全事故：航空公司安全至上，一旦发生安全事故，将对公司的客源产生重大影响，导致出现经营危机。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	9664	7910	8461	8678	营业收入	136181	66571	106651	154352
应收款项	5998	4560	4675	6766	营业成本	113246	73499	92549	125388
存货净额	2099	1696	1526	2128	营业税金及附加	274	220	213	309
其他流动资产	7056	4660	6399	7718	销售费用	6637	4114	5308	5855
流动资产合计	24817	18826	21061	25290	管理费用	4445	4073	4389	4929
固定资产	124166	123066	133471	147393	财务费用	6169	1394	4499	6244
无形资产及其他	3722	3773	3825	3876	投资收益	538	(5066)	(3798)	1000
投资性房地产	125497	125497	125497	125497	资产减值及公允价值变动	(3)	(200)	100	(200)
长期股权投资	16051	16151	16351	16551	其他收入	3233	0	0	0
资产总计	294254	287314	300204	318607	营业利润	9178	(21995)	(4005)	12428
短期借款及交易性金融负债	28440	41753	54491	52974	营业外净收支	(74)	3900	4400	4700
应付款项	17308	15265	15259	19762	利润总额	9105	(18095)	395	17128
其他流动负债	31882	27979	26735	30401	所得税费用	1853	(2787)	91	3939
流动负债合计	77630	84998	96485	103136	少数股东损益	843	(1676)	37	1587
长期借款及应付债券	16599	16599	16599	16599	归属于母公司净利润	6409	(13632)	267	11602
其他长期负债	98648	99648	100748	101948					
长期负债合计	115247	116247	117347	118547	现金流量表 (百万元)				
负债合计	192877	201245	213832	221683	净利润	6409	(13632)	267	11602
少数股东权益	7871	6194	6231	7500	资产减值准备	(16)	(0)	(0)	(0)
股东权益	93506	79874	80141	89423	折旧摊销	9816	11957	13344	14877
负债和股东权益总计	294254	287314	300204	318607	公允价值变动损失	3	200	(100)	200
					财务费用	6169	1394	4499	6244
					营运资本变动	(66373)	(708)	(1835)	5356
					其它	12	(1676)	37	1270
					经营活动现金流	(50150)	(3859)	11713	33305
					资本开支	58853	(11108)	(23700)	(29050)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	59343	(11208)	(23900)	(29250)
					权益性融资	400	0	0	0
					负债净变化	(1985)	0	0	0
					支付股利、利息	(6442)	0	0	(2320)
					其它融资现金流	9116	13313	12737	(1517)
					融资活动现金流	(7337)	13313	12737	(3837)
					现金净变动	1856	(1753)	550	218
					货币资金的期初余额	7808	9664	7910	8461
					货币资金的期末余额	9664	7910	8461	8678
					企业自由现金流	11519	(12832)	(8964)	4945
					权益自由现金流	18650	(4255)	(648)	(1380)

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.44	-0.94	0.02	0.80
每股红利	0.44	0.00	0.00	0.16
每股净资产	6.44	5.50	5.52	6.16
ROIC	7%	-10%	2%	10%
ROE	7%	-17%	0%	13%
毛利率	17%	-10%	13%	19%
EBIT Margin	9%	-23%	4%	12%
EBITDA Margin	16%	-5%	16%	21%
收入增长	0%	-51%	60%	45%
净利润增长率	-13%	--	-102%	4239%
资产负债率	68%	72%	73%	72%
息率	6.0%	0.0%	0.0%	2.2%
P/E	16.7	-7.7	391.1	9.0
P/B	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.0	-90.5	18.2	10.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032